BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Juillet 2015

2015
MONUMENT COMMÉMORATIF DU CANADA À VIMY
CANADIAN NATIONAL VIMY MEMORIAL

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

[1] Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

[2] Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**

Pour de plus amples renseignements,
veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2015

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« Non seulement les vents contraires de la crise financière mondiale soufflent toujours, mais nous sommes aussi maintenant aux prises avec une baisse des cours du pétrole et des autres produits de base clés, qui comptaient auparavant parmi les principaux moteurs de la croissance au pays. Les répercussions de cette situation sur les revenus et les investissements, ainsi que les ajustements qu'elle occasionne dans les différents secteurs et régions, pourraient nécessiter des années pour se dissiper. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)
19 mai 2015

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les conditions financières mondiales 2
- Les États-Unis 4
- La Chine 8
- Les autres économies émergentes 9
- Les prix des produits de base non énergétiques 9
- Les cours pétroliers 10
- Résumé 12

L'économie canadienne 13

- L'inflation 15
  - Encadré 1 : La transmission des variations de change à l'inflation au Canada 16
- L'évolution récente 18
- Les pressions sur les capacités de production 19
- Les conditions financières au Canada 23
- Les perspectives de croissance 24
- Les exportations 24
- Les investissements des entreprises 26
- Les dépenses des ménages 28
- Les perspectives d'inflation 28

Les risques entourant les perspectives d'inflation 31

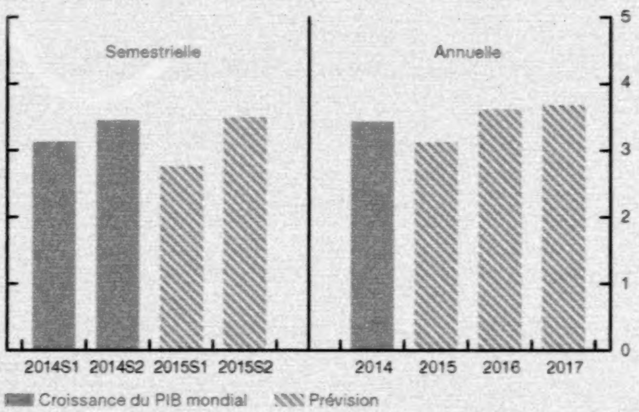
L'économie mondiale

L'économie mondiale continue d'être confrontée à la faiblesse généralisée de la demande. Même si au fil du temps les bas prix du pétrole procureront un avantage net à l'activité économique mondiale, les effets négatifs qu'ils exercent sur les producteurs de pétrole se matérialisent plus rapidement que les effets positifs sur les dépenses des consommateurs de pétrole.

Au premier semestre de 2015, la croissance de l'économie mondiale a fléchi (**Graphique 1**). Ce ralentissement découle, en partie, de l'atonie de l'économie américaine dans les premiers mois de l'année, attribuable à une combinaison de facteurs transitoires et à un dynamisme un peu moins marqué. L'économie chinoise ralentit dans le contexte du processus de rééquilibrage en cours et se dirige vers une trajectoire de croissance plus viable. Parallèlement, les pays exportateurs de pétrole ont dû s'adapter à la détérioration de leurs termes de l'échange. Dans la zone euro, une reprise timide se poursuit, malgré l'incertitude entourant la Grèce. Les conditions financières demeurent expansionnistes à l'échelle du globe et devraient continuer à soutenir l'activité économique, qui en a grand besoin. La croissance mondiale devrait se raffermir au deuxième semestre de 2015 et s'établir en moyenne à environ 3 % pour l'année.

Graphique 1 : **Après un premier semestre de 2015 qui a été faible, la croissance de l'économie mondiale devrait s'accélérer**

Taux de variation en glissement annuel



Source : calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2015S2 et 2017

La politique monétaire expansionniste, les vents contraires qui se dissipent graduellement et les progrès réalisés au titre des réformes structurelles aideront à soutenir l'activité économique. La Banque prévoit un redressement de la croissance mondiale, laquelle devrait s'établir tout juste au-dessus de 3 1/2 % en 2016 et en 2017 (**Tableau 1**).

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2014	2015	2016	2017
États-Unis	16	2,4 (2,4)	2,3 (2,7)	2,8 (3,0)	2,6 (2,6)
Zone euro	12	0,9 (0,9)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,4 (1,3)
Japon	5	-0,1 (-0,1)	0,8 (0,4)	1,2 (1,5)	1,2 (1,3)
Chine	16	7,4 (7,4)	6,8 (6,9)	6,6 (6,8)	6,4 (6,5)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	32	3,8	3,6	4,1	4,4
Autres pays[d]	19	2,9	1,8	3,2	3,2
Ensemble du monde	100	3,4 (3,3)	3,1 (3,3)	3,6 (3,6)	3,7 (3,6)
Référence : Autres pays (Rapport d'avril)[e]	*51*	*3,5 (3,3)*	*2,9 (3,1)*	*3,7 (3,5)*	*4,0 (3,7)*

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées en octobre 2014 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2015 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole ne comprend pas la Chine. Il a été formé en retirant du groupe « Autres pays » présenté dans le *Rapport* d'avril les pays émergents importateurs de pétrole. Il renferme les grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique, comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud, ainsi que les nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions : États-Unis, zone euro, Japon, Chine ainsi que les pays émergents importateurs de pétrole, à l'exception de la Chine. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigeria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Royaume-Uni, Canada et Australie).

e. Il s'agit du groupe « Autres pays » tel qu'il était présenté dans le *Rapport* d'avril. Les chiffres entre parenthèses représentent les taux de croissance des « Autres pays » dans le *Rapport* d'avril, et les taux de croissance actuels correspondent à la moyenne pondérée des taux de croissance des nouvelles régions « Pays émergents importateurs de pétrole » et « Autres pays ».

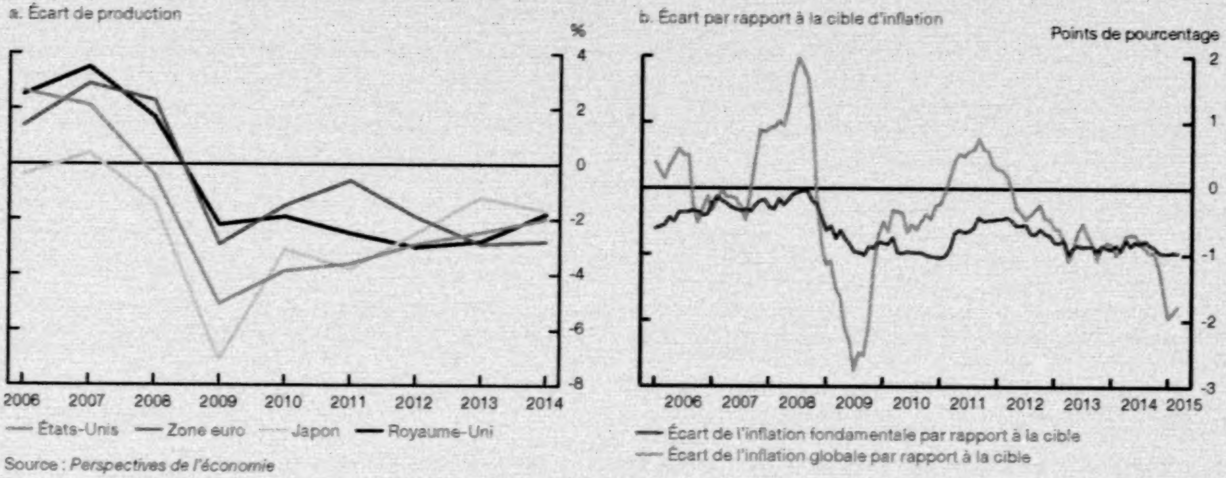
Source : Banque du Canada

Les conditions financières mondiales fournissent un soutien important à l'activité économique

Les banques centrales ont maintenu l'orientation fortement expansionniste de leur politique monétaire, compte tenu des capacités excédentaires généralisées au sein de l'économie et, dans certains cas, ont assoupli davantage leur politique depuis avril. Les pressions inflationnistes sous-jacentes restent modérées en raison de la marge persistante de capacités inutilisées (**Graphique 2**), particulièrement sur les marchés du travail dans bon nombre d'économies avancées où la progression des salaires est encore faible. Toutefois, les pressions à la baisse qui s'exercent sur l'inflation mesurée par l'IPC global se sont atténuées dans l'ensemble du monde, alors que l'incidence désinflationniste temporaire de la baisse des prix du pétrole et des aliments s'estompe. Dans ce contexte, les vives inquiétudes concernant le risque de déflation dans la zone euro se sont apaisées.

Malgré l'assouplissement marqué des politiques monétaires dans la majeure partie des économies du globe depuis le début de l'année, les rendements des obligations d'État à long terme ont beaucoup augmenté depuis avril dans un certain nombre d'économies avancées, ceux-ci revenant aux niveaux observés au quatrième trimestre de 2014 (**Graphique 3**). Cette hausse des rendements

Graphique 2 : Les pressions inflationnistes sous-jacentes sont modérées, sous l'effet des capacités inutilisées dans bon nombre d'économies avancées



a. Écart de production

b. Écart par rapport à la cible d'inflation

Source : *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (avril 2015)

Dernière observation : 2014

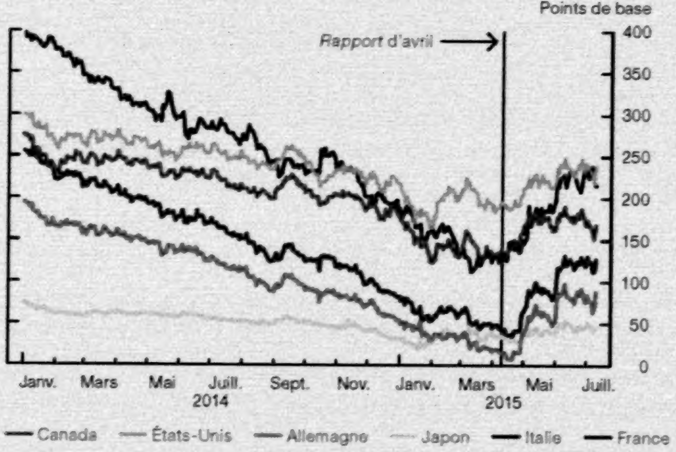
Nota : L'écart global par rapport aux cibles d'inflation pour les économies avancées est fondé sur la part de chaque pays dans le PIB mondial. Celle-ci est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB d'un nombre sélectif de pays mesurés en parité des pouvoirs d'achat et représentant 40 % du PIB mondial. Les cibles d'inflation sont établies en fonction des cibles de 2014.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, FMI et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2015

Graphique 3 : Les rendements des obligations d'État à long terme se sont redressés par rapport aux creux historiques

Données quotidiennes



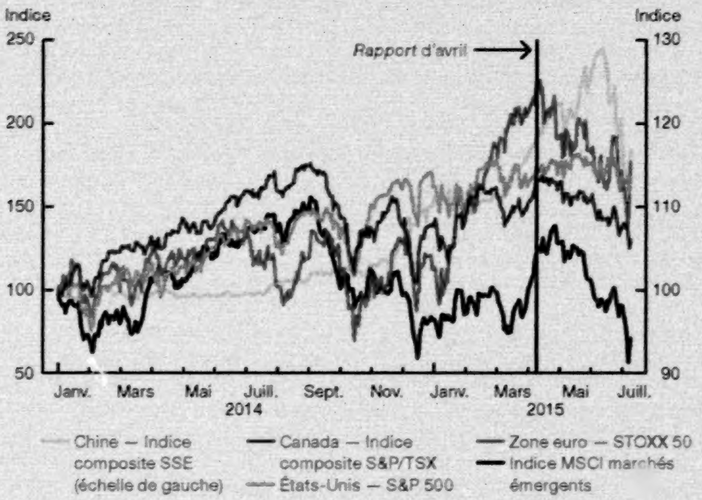
Source : Bloomberg

Dernière observation : 10 juillet 2015

à long terme découle en grande partie de celle des primes de terme, alors que l'inflation attendue, mesurée par les taux d'inflation neutres, est restée stable. Les participants au marché considèrent que la remontée des rendements tient aux données économiques meilleures que prévu dans la zone euro, au risque de déflation moins élevé et à certains facteurs techniques. Plus récemment, les rendements se sont stabilisés en raison de l'intensification des mouvements vers les valeurs refuges associés au repli des marchés boursiers en Chine et de l'incertitude liée à la situation en Grèce. Les écarts de taux entre les obligations souveraines des pays périphériques et celles des grandes

Graphique 4 : Les prix des actions ont enregistré des baisses après de récents sommets

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2014



Sources : Reuters et Bloomberg

Dernière observation : 10 juillet 2015

économies de la zone euro se sont élargis quelque peu, même si la réaction de l'ensemble du marché a été relativement modérée jusqu'à présent. Les écarts de crédit relatifs aux obligations de bonne qualité ou à rendement élevé se sont aussi légèrement élargis depuis avril.

Les prix des actions en Amérique du Nord, en Europe et dans certaines économies émergentes en plus de la Chine ont aussi reculé (**Graphique 4**). La volatilité de la plupart des catégories d'actifs s'est un peu accentuée, retournant aux moyennes historiques. En dépit de ces évolutions récentes, les conditions financières mondiales continuent à soutenir fortement l'activité économique du globe.

La croissance aux États-Unis a été freinée par des facteurs temporaires au début de 2015

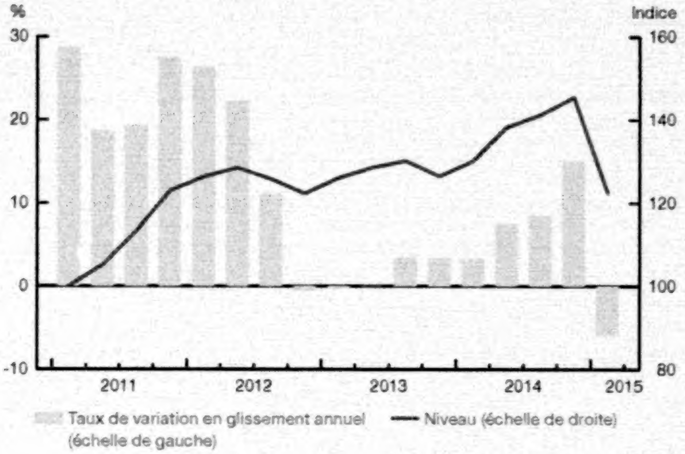
L'économie américaine a fléchi au premier trimestre de 2015. Un certain nombre de facteurs expliquent ce revers, notamment les interruptions temporaires de l'activité dues aux conditions climatiques défavorables et à la grève dans les ports de la côte Ouest, l'effet modérateur exercé par la vigueur du dollar américain sur les exportations nettes et l'incidence négative du choc des prix pétroliers sur l'investissement.

Puisque les États-Unis sont un importateur net de pétrole, la baisse des cours pétroliers devrait avoir un avantage net sur leur économie, même si l'investissement dans le secteur énergétique de ce pays s'est vivement contracté (**Graphique 5**). Aux États-Unis, contrairement à ce que l'on observe au Canada, les cours pétroliers plus bas ont contribué à une amélioration des termes de l'échange, qui a fait augmenter le revenu intérieur brut réel (**Graphique 6**). Malgré la hausse du revenu disponible réel des ménages attribuable au recul des prix de l'essence, la réaction des dépenses de

Graphique 5 : **Les investissements dans les installations pétrolières et gazières aux États-Unis ont nettement diminué**

Investissements fixes du secteur privé dans les installations pétrolières et gazières

Base 100 de l'indice : 2011T1

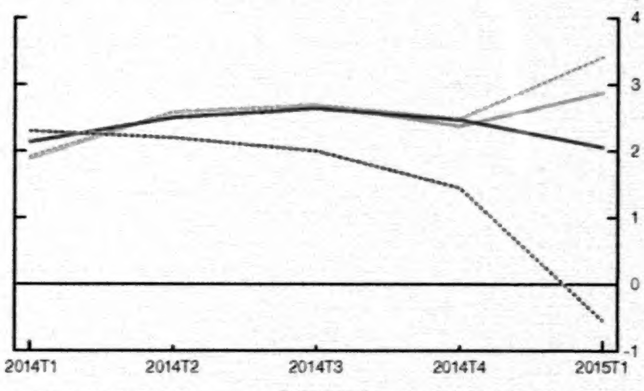


Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2015T1

Graphique 6 : **Contrairement à ce que l'on observe au Canada, l'amélioration des termes de l'échange entraîne un accroissement des revenus aux États-Unis**

Taux de variation en glissement annuel



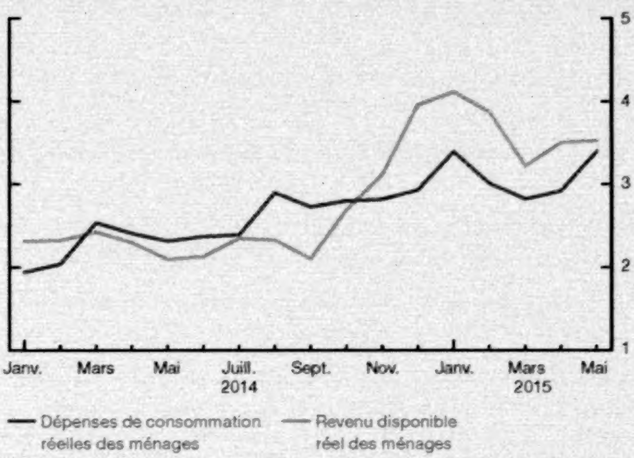
Nota : Le revenu intérieur brut réel correspond au PIB nominal corrigé au moyen du déflateur de la demande intérieure finale.

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T1

Graphique 7 : La consommation aux États-Unis a mis du temps à réagir à la hausse des revenus

Taux de variation en glissement annuel



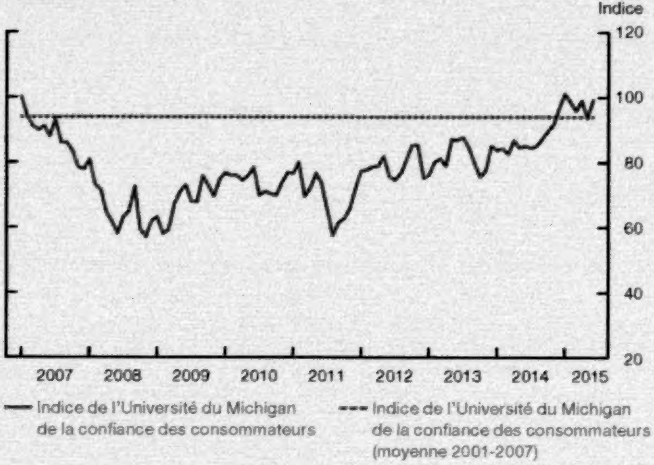
Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis Dernière observation : mai 2015

consommation aux États-Unis tarde à se manifester (**Graphique 7**). Comme les consommateurs considèrent de plus en plus que la diminution des prix de l'essence sera durable, ils sont plus susceptibles d'accroître leurs dépenses. La forte hausse récente des ventes de véhicules automobiles et, de façon plus générale, le dynamisme des ventes au détail constituent des signes positifs que cela commence à se produire. Cette montée des dépenses de consommation, conjuguée aux indicateurs positifs de l'activité dans le secteur du logement et de la construction non résidentielle, laisse entrevoir un redressement notable de la croissance au deuxième trimestre.

Comme la consommation réagira de plus en plus au bas niveau des prix du pétrole et que les effets des facteurs ponctuels se résorberont, la croissance de l'économie américaine devrait être solide au deuxième semestre de l'année et tout au long de la période de projection. En outre, les facteurs fondamentaux qui soutiennent la demande intérieure demeurent favorables. Depuis plus d'un an, la progression de l'emploi s'est chiffrée en moyenne à près de 250 000 emplois par mois, et la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail a diminué. Parallèlement, la confiance des consommateurs a retrouvé ses niveaux d'avant la crise (**Graphique 8**), et, conjuguée à l'augmentation robuste du revenu disponible réel et aux conditions financières expansionnistes, devrait favoriser la vigueur de la consommation et une reprise du marché du logement. L'investissement résidentiel devrait aussi poursuivre sa remontée de pair avec une augmentation du taux de formation de nouveaux ménages. On s'attend à ce que la forte demande intérieure et la bonne santé financière des sociétés soutiennent les investissements des entreprises. Néanmoins, l'appréciation passée du dollar américain devrait brider la croissance aux États-Unis.

Graphique 8 : La confiance des consommateurs américains a retrouvé ses niveaux d'avant la crise

Base 100 de l'indice : janvier 2007



Source : Université du Michigan

Dernière observation : juin 2015

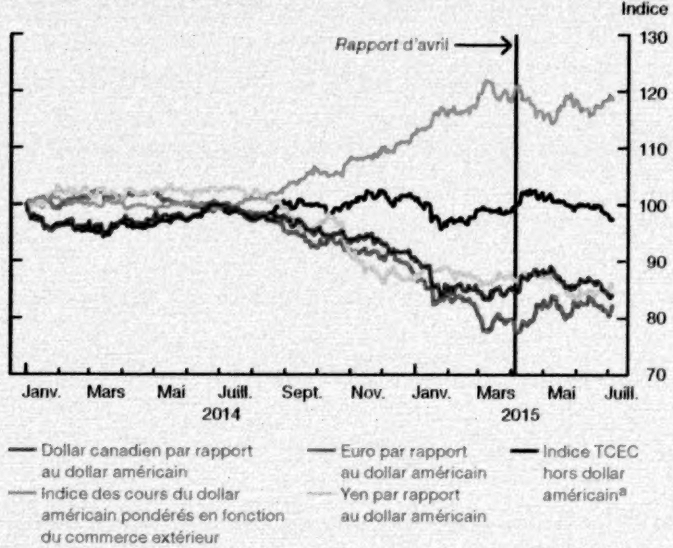
En dépit du raffermissement anticipé de la croissance, la faiblesse affichée au premier trimestre de 2015 a été beaucoup plus prononcée qu'escompté, et les dépenses de consommation plus modestes qu'anticipé au début du deuxième trimestre, de sorte que les perspectives de croissance sont moins favorables que prévu en avril.

Dans les autres grandes économies avancées, la reprise se poursuit graduellement. Dans la zone euro, les bas prix du pétrole, l'assouplissement monétaire en cours et la dépréciation passée de l'euro soutiennent la croissance. Toutefois, la persistance des vents contraires, dont les niveaux de chômage élevés, la modeste progression du crédit, la réduction en cours du levier d'endettement et les lacunes structurelles sous-jacentes continuent de peser sur les perspectives d'une reprise plus robuste. Au Japon, même si l'activité économique au premier trimestre a été nettement plus vive qu'escompté, la consommation et la croissance des salaires demeurent modérées et la faiblesse de l'inflation persiste.

Comme les pays sont à différentes phases de la reprise, les marchés financiers s'attendent à ce que les politiques monétaires des principales économies avancées suivent des trajectoires divergentes : seule la Réserve fédérale devrait resserrer sa politique monétaire dans un proche avenir. Par conséquent, le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des grandes monnaies (**Graphique 9**). L'appréciation du dollar américain aide à rééquilibrer l'activité économique mondiale en renforçant la compétitivité des exportations des régions affichant une expansion plus lente.

Graphique 9 : Le dollar américain s'est fortement apprécié au cours de la dernière année

Base 100 de l'indice : 6 janvier 2014



a. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 10 juillet 2015

La croissance en Chine a nettement ralenti dans le contexte du rééquilibrage en cours…

La croissance en Chine est passée sous la barre des 6 % au premier trimestre (données désaisonnalisées), en raison des restrictions sur le crédit accordé aux administrations locales, de la correction du marché du logement et de la faiblesse des exportations, qui pèsent sur l'activité. L'expansion devrait s'améliorer d'ici la fin de l'année, grâce au redressement des exportations, à la fin de la correction du marché du logement et aux mesures de relance ciblées qui apporteront un certain soutien à l'activité. Comme une incertitude considérable entoure le moment auquel chacune de ces évolutions se produira et l'incidence de celles-ci, l'objectif de croissance d'environ 7 % fixé par les autorités pour 2015 risque de ne pas être atteint. La vive correction des principaux indices boursiers chinois ces dernières semaines reflète en partie ces préoccupations et pourrait aggraver les répercussions négatives sur la confiance.

On s'attend à ce que le ralentissement planifié de l'expansion économique en Chine se poursuive en 2016 et en 2017, alors que les pouvoirs publics procèdent au rééquilibrage de l'économie au moyen d'une stratégie de croissance moins axée sur l'investissement et qu'ils s'attaquent aux vulnérabilités financières. Ce processus d'ajustement sera long et difficile et pourrait entraîner une certaine volatilité, le temps que les autorités élaborent des réformes structurelles et les mettent en œuvre.

… entraînant des retombées négatives sur d'autres économies émergentes

L'affaiblissement de l'activité en Chine au début de 2015 a contribué à un ralentissement de la croissance dans les économies émergentes[1]. Dans les pays émergents d'Asie, la modération de l'expansion en Chine s'est fait sentir surtout par la voie des échanges commerciaux. D'autres marchés émergents, dont le Brésil, ont subi les effets négatifs d'un fléchissement des exportations et d'une détérioration de leurs termes de l'échange. Des goulots d'étranglement structurels continuent aussi de freiner la croissance dans l'ensemble des économies émergentes. Durant la période de projection, les bas prix du pétrole et la mise à exécution des réformes structurelles devraient soutenir la croissance au sein des pays émergents importateurs de pétrole.

Dans de nombreux pays exportateurs de pétrole, la croissance économique a ralenti ou s'est contractée au début de 2015, alors que l'incidence du recul des cours pétroliers s'est fait sentir sur les termes de l'échange, les investissements et les recettes des administrations publiques; dans certains cas, ces effets ont été exacerbés par des tensions géopolitiques. On s'attend à ce que la croissance dans ces économies se redresse en 2016 et en 2017, à mesure que l'effet modérateur exercé par le repli des prix du pétrole sur les pays qui en exportent se dissipera. Cependant, les prix du pétrole bas comparativement à ce qu'ils étaient au milieu de 2014 entraîneront une faiblesse persistante du niveau de l'activité dans les pays exportateurs de pétrole.

Les prix des produits de base non énergétiques, notamment des métaux communs, sont bas…

La progression robuste de l'offre de produits de base non énergétiques, conjuguée à la demande modeste à l'échelle du globe, a contribué à une diminution constante ces dernières années de l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque. En particulier, le ralentissement du marché chinois du logement depuis le milieu de 2014 a pesé sur la demande de métaux communs (**Graphique 10** et **Graphique 11**). Les attentes à l'égard d'une amélioration continue du marché du logement aux États-Unis ont soutenu quelque peu les prix du bois d'œuvre au cours des derniers mois et les prix des produits agricoles ont bondi, sous l'effet de la hausse des prix du porc et de la détérioration des perspectives concernant l'offre des principales céréales. Compte tenu de l'ensemble de ces évolutions, l'indice des prix des produits de base non énergétiques a peu changé par rapport au niveau où il se situait en avril.

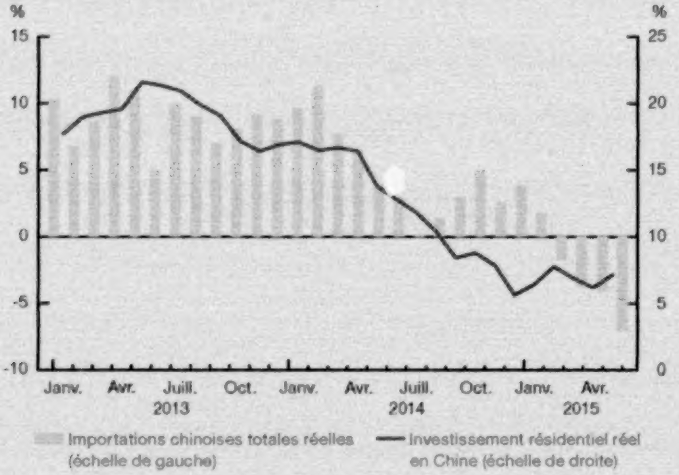
La Banque postule que les prix des produits de base non énergétiques demeureront près de leurs niveaux récents, compte tenu de forces qui se neutralisent en grande partie. Du côté des risques à la hausse, l'amélioration anticipée de l'activité économique mondiale devrait soutenir la demande de ces produits, un raffermissement important de cette dernière reposant sur les perspectives de croissance des grands pays consommateurs de matières premières comme la Chine et d'autres marchés émergents. Du côté des risques à la baisse, dans le cas de certains produits de base non énergétiques, l'expansion notable des

---

[1] La nouvelle région figurant au Tableau 1, qui regroupe les pays émergents importateurs de pétrole, permet désormais de rendre compte explicitement de la situation des marchés émergents et d'améliorer notre compréhension de la transmission des chocs entre ces derniers et les autres régions. Les pays exportateurs de pétrole étant maintenant tous concentrés dans le nouveau groupe constitué des autres pays, cette configuration facilite aussi l'analyse de l'incidence des chocs des prix pétroliers sur ces économies.

Graphique 10 : Le ralentissement en Chine a freiné la demande mondiale de certains produits de base non énergétiques

Moyenne mobile sur cinq mois du taux de variation en glissement annuel

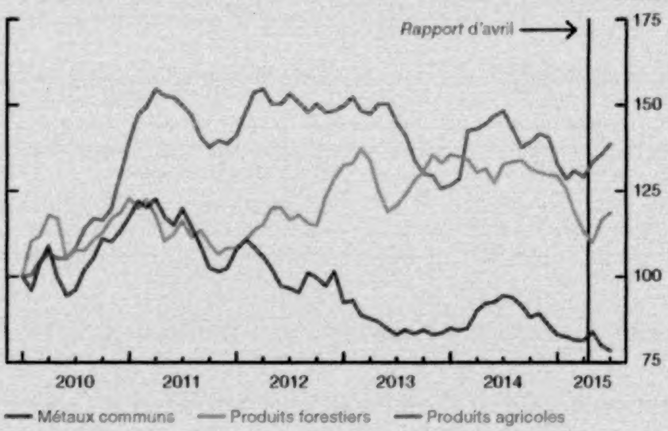


Sources : Bureau national de statistique de Chine et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2015

Graphique 11 : Les prix des métaux communs ont continué de fléchir

Base 100 de l'indice : janvier 2010



Source : Banque du Canada

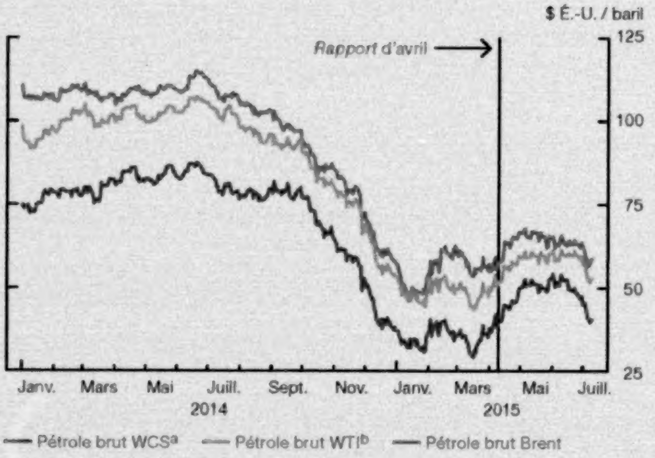
Dernière observation : juin 2015

capacités de production à l'échelle du globe ces dernières années pourrait exercer davantage de pressions à la baisse sur les prix. Les cours du pétrole relativement bas réduisent également les coûts de production de nombreux produits de base, ce qui pourrait favoriser la croissance de l'offre.

... et les cours pétroliers mondiaux demeurent faibles

Les cours du pétrole se sont raffermis jusqu'en mai (**Graphique 12**), alors que les effets de la chute prononcée des prix sur la demande et l'offre commençaient à se matérialiser. En réaction à la faiblesse des cours, la demande d'essence et les activités de raffinage se sont accrues et, selon certaines indications, la Chine a accéléré l'accumulation des stocks. De plus, les températures plus froides que la normale au début de 2015 ont

Graphique 12 : **Les cours de référence du pétrole brut demeurent bas**



a. Le sigle WCS signifie Western Canada Select.

b. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 10 juillet 2015

fait augmenter temporairement la demande de pétrole. Du côté de l'offre, après avoir progressé de façon constante depuis 2010, la production américaine de pétrole de schiste s'est stabilisée en avril et devrait diminuer au second semestre de 2015, ce qui s'explique par la baisse marquée, depuis novembre 2014, du nombre d'installations de forage en activité. Les tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient et des perturbations dans les ports libyens ont aggravé les pressions à la hausse sur les cours du pétrole.

Le cours du Western Canada Select (WCS) a aussi repris de la vigueur par rapport aux cours de référence mondiaux durant cette période, alimenté par les perturbations temporaires touchant l'exploitation des sables bitumineux. Les cours du WCS devraient continuer de bénéficier de la demande accrue découlant de la hausse des capacités de transport et de raffinage du pétrole lourd canadien.

Tout récemment, les cours mondiaux du pétrole sont redescendus vers les niveaux postulés dans le *Rapport* d'avril, du fait de l'incertitude quant à la tournure des événements en Grèce et sur les marchés boursiers chinois, à la persistance de l'offre excédentaire et aux perspectives concernant le retour sur le marché d'exportations supplémentaires en provenance de l'Iran.

Par convention, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près des niveaux observés durant les dernières semaines. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du WCS se sont établis en moyenne à quelque 65, 60 et 50 dollars américains le baril, respectivement, depuis la fin de mai. Les prix touchés par les producteurs nord-américains sont de 10 à 15 dollars plus élevés que postulé au moment de la parution du *Rapport* en avril, mais d'environ 50 dollars inférieurs aux sommets atteints en juin 2014.

Des risques tant à la hausse qu'à la baisse entourent les hypothèses de la Banque relatives aux prix du pétrole. Dans le premier cas, on s'attend à ce que la diminution des investissements dans de nouvelles capacités de production bride la croissance future de l'offre, tandis que la demande de pétrole devrait être soutenue par le raffermissement de l'activité mondiale. Ce risque à la hausse est limité toutefois par les mesures de réduction des coûts et les avancées technologiques en cours, qui continuent de faire baisser les coûts d'approvisionnement en pétrole tout en faisant augmenter la résilience de la production de pétrole non classique, comme le pétrole de schiste, aux bas prix du pétrole. Du côté des risques à la baisse, les stocks sont élevés, la production mondiale est encore très forte et il se peut que certains membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) accroissent leur offre.

L'indice des prix des produits de base de la Banque est essentiellement au même point que dans le *Rapport* d'avril, et est encore bas comparativement aux niveaux observés durant la période d'après-récession.

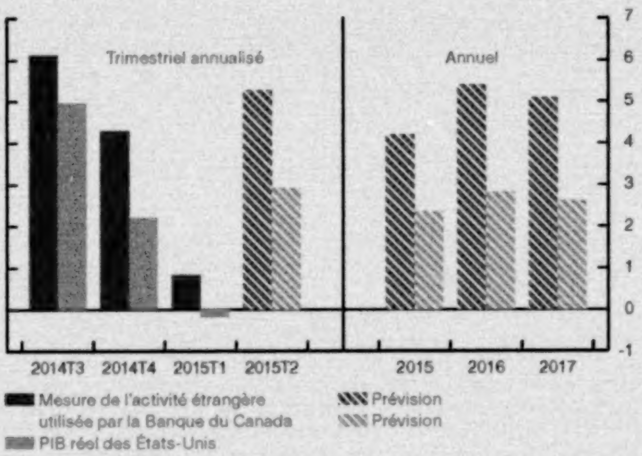
Résumé

Le recul de l'activité mondiale au premier trimestre a eu d'importantes implications pour le Canada. La mesure de l'activité étrangère utilisée par la Banque, qui reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes, a nettement baissé au premier trimestre de 2015 (**Graphique 13**), en raison de l'incidence négative du repli des cours du pétrole sur les investissements aux États-Unis, qui s'est fait sentir rapidement, ainsi que de la grève dans les ports de la côte Ouest. Selon les estimations, cet indicateur a rebondi au deuxième trimestre, sous l'effet surtout d'une reprise de la construction non résidentielle et, dans une moindre mesure, de la consommation américaine, en particulier la vente de véhicules automobiles. D'ici la fin de 2015 ainsi qu'en 2016 et en 2017, les exportations canadiennes devraient tirer profit de la vigueur accrue du principal partenaire commercial du Canada, à savoir les États-Unis.

Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que le dollar canadien se situera près du niveau moyen observé récemment, de 80 cents, durant la période de projection, ce qui est semblable au niveau de 79 cents postulé dans le *Rapport* d'avril.

Graphique 13 : **Après avoir nettement baissé au premier trimestre de 2015, la mesure de l'activité étrangère utilisée par la Banque devrait remonter**

Taux de variation



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2015T2 et 2017

L'économie canadienne

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue près de 1 % au cours des derniers mois, en raison d'une baisse en glissement annuel du prix de l'essence et des autres produits énergétiques de consommation. L'inflation fondamentale, mesurée par l'indice de référence (IPCX), s'est établie légèrement au-dessus de 2 %, les pressions désinflationnistes attribuables à la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie étant contrebalancées par les effets transitoires de la dépréciation passée du dollar canadien et certains facteurs sectoriels. La Banque estime que, abstraction faite de ces effets transitoires, la tendance sous-jacente de l'inflation se situe aux alentours de 1,5 à 1,7 %.

L'économie canadienne continue de subir des ajustements complexes dont les effets devraient se manifester au cours des prochaines années. La croissance globale reflète une activité économique qui suit deux trajectoires différentes. La première concerne le secteur des ressources, en voie de restructuration à la suite de la chute des cours du pétrole entamée l'été dernier et de la baisse des prix d'autres produits de base amorcée il y a plusieurs années. Les secteurs hors ressources suivent une autre trajectoire, la croissance modérée qui y est observée à l'heure actuelle reposant sur la solidité des dépenses des ménages canadiens et la reprise de l'économie américaine. À mesure qu'elle gagne en vigueur et que les producteurs du Canada profitent de la dépréciation du dollar canadien, cette seconde trajectoire devrait redevenir dominante.

On estime maintenant que le PIB réel du Canada s'est modestement contracté au premier semestre de 2015, ce qui s'est traduit par une augmentation marquée de la marge de capacités excédentaires et par des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation. Une part considérable de cette faiblesse est liée au choc des prix du pétrole, quoique les exportations de biens non énergétiques aient également chuté. Si l'atonie des exportations est en partie attribuable à la pause marquée par l'activité économique aux États-Unis plus tôt cette année et à la diminution de la production face aux bas prix des produits de base non énergétiques, son ampleur est toutefois surprenante.

La Banque s'attend à ce que la croissance du PIB réel reprenne au troisième trimestre. Même s'il est probable que les investissements des entreprises dans le secteur de l'énergie continueront de se replier, la croissance sera soutenue par une reprise partielle des exportations et le stimulant budgétaire du gouvernement fédéral, qui devraient encourager la consommation. À compter du quatrième trimestre, le PIB réel devrait croître plus rapidement que la production potentielle, à mesure que l'effet modérateur exercé par le secteur des ressources se dissipera et que la reprise des autres secteurs se raffermira.

En moyenne annuelle, le PIB réel devrait croître d'un peu plus de 1 % en 2015 et d'environ 2 1/2 % en 2016 et en 2017 (**Tableau 2**). À la lumière de ce profil de croissance, l'économie canadienne devrait retourner à son plein potentiel au premier semestre de 2017, soit un peu plus tard qu'anticipé en avril.

Depuis avril, la Banque a revu nettement à la baisse son estimation de la production économique pour 2015, à cause notamment de la faiblesse des exportations. De plus, les entreprises du secteur de l'énergie ont réfréné leurs intentions d'investissement, car elles s'attendent maintenant à ce que les cours faibles du pétrole soient plus persistants qu'escompté.

Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait augmenter pour avoisiner 2 % en 2016, une fois que l'effet temporaire des prix plus bas de l'énergie ne sera plus perceptible dans les données sur l'inflation (**Tableau 3**). L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer près de 2 % au cours de la période de projection, les pressions à la hausse qui découlent de l'incidence de la dépréciation du dollar compensant en grande partie les effets désinflationnistes exercés par la marge de capacités excédentaires. La Banque s'attend à ce que l'inflation revienne à 2 % de façon durable au premier semestre de 2017, l'économie devant alors atteindre son plein potentiel et s'y maintenir.

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a, b]

	2014	2015	2016	2017
Consommation	1,5 (1,5)	1,2 (1,1)	1,2 (1,2)	1,1 (1,0)
Logement	0,2 (0,2)	0,2 (0,0)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	-0,1 (0,0)	0,1 (0,2)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	0,0 (0,0)	-0,9 (-0,7)	0,4 (0,7)	0,8 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	1,6 (1,6)	0,6 (0,6)	1,9 (2,1)	2,1 (1,9)
Exportations	1,7 (1,7)	0,6 (1,4)	1,6 (1,7)	1,7 (1,4)
Importations	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	-0,8 (-1,0)	-1,2 (-1,3)
Total partiel : exportations nettes	1,1 (1,2)	0,3 (1,1)	0,8 (0,7)	0,5 (0,1)
Stocks	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)	-0,4 (-0,3)	0,0 (0,0)
PIB	2,4 (2,5)	1,1 (1,9)	2,3 (2,5)	2,6 (2,0)
Pour mémoire :				
Production potentielle	2,1 (2,1)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,1)	-0,7 (0,2)	2,2 (2,5)	2,6 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2015 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**[a]

	2014	2015				2016				2017			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,2 (2,4)	-0,6 (0,0)	-0,5 (1,8)	1,5 (2,8)	2,5 (2,5)	2,6 (2,5)	2,8 (2,5)	2,9 (2,3)	2,9 (2,1)	2,8 (2,0)	2,5 (1,9)	2,2 (1,8)	1,8 (1,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,6)	2,1 (2,4)	1,1 (1,9)	0,7 (1,8)	0,7 (1,8)	1,5 (2,4)	2,3 (2,6)	2,7 (2,5)	2,8 (2,4)	2,8 (2,2)	2,8 (2,1)	2,6 (1,9)	2,3 (1,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,2 (2,1)	2,2 (2,1)	2,1 (2,0)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)	1,9 (2,1)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,0 (1,0)	0,9 (0,8)	1,2 (0,9)	1,4 (1,4)	2,1 (2,1)	1,9 (2,1)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2015 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant depuis la fin de mai.

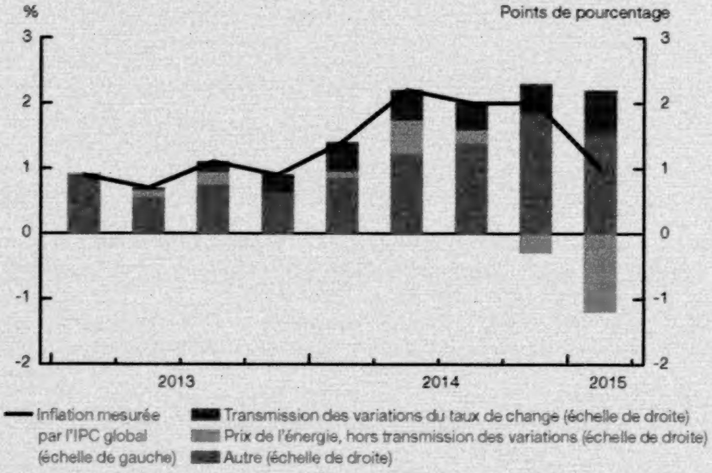
L'inflation sous-jacente demeure en deçà de 2 %

Les capacités excédentaires persistantes et la chute des prix de l'énergie continuent de peser sur l'inflation au Canada. L'inflation mesurée par l'IPC global est demeurée aux alentours de 1 % ces derniers mois, en raison de la baisse en glissement annuel du prix de l'essence et des autres produits énergétiques de consommation (**Tableau 3** et **Graphique 14**).

En revanche, l'inflation fondamentale, mesurée par l'IPCX, s'est située légèrement au-dessus de 2 %, stimulée par les répercussions de la dépréciation passée du dollar canadien et certains facteurs sectoriels, qui ont fait contrepoids aux pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie (**Graphique 15**). Bien qu'il

Graphique 14 : L'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue près de 1 % en raison des effets transitoires des prix de l'énergie plus bas

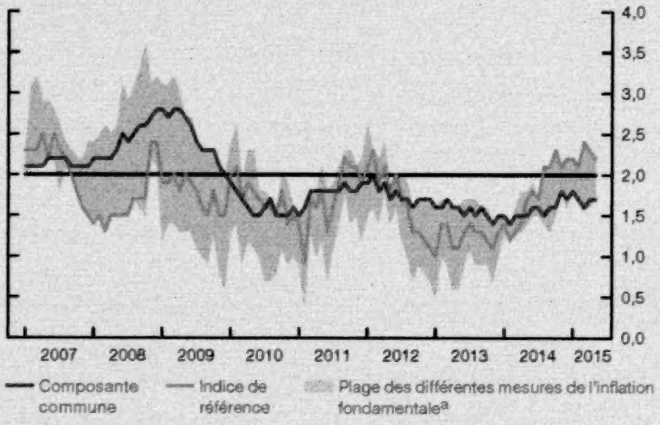
Incidence sur l'inflation, taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2015T1

Graphique 15 : Les mesures de l'inflation fondamentale sont restées relativement stables ces derniers mois

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : mai 2015 soit difficile d'évaluer avec précision l'effet de la dépréciation du taux de change, la Banque juge que celui-ci ajoute en ce moment de 0,4 à 0,6 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'IPCX (**Encadré 1**)[2]. La Banque estime que la tendance sous-jacente de l'inflation s'établit entre 1,5 et 1,7 %, soit à un niveau quelque peu inférieur au chiffre avancé en avril, ce qui concorde avec la marge notable et accrue de capacités excédentaires observée au sein de l'économie canadienne.

---

[2] Selon les estimations, l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'IPC global serait de quelque 0,7 à 0,9 point de pourcentage.

Encadré 1

La transmission des variations de change à l'inflation au Canada

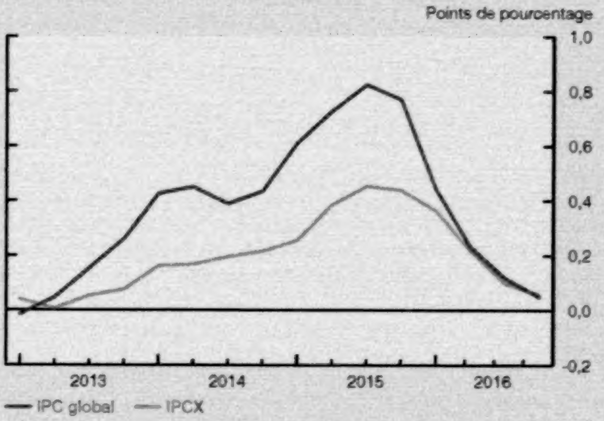
La transmission des variations du taux de change a contribué de manière importante à la vigueur affichée par l'inflation fondamentale au cours des derniers trimestres, malgré l'accroissement de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. Ce phénomène de transmission restera un facteur clé influençant la dynamique de l'inflation jusqu'à la fin de 2016.

Pour quantifier l'incidence des mouvements du dollar canadien sur l'inflation, la Banque utilise une méthode ascendante d'estimation, à partir de données passées, du degré de transmission des variations de change aux principales composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC). En agrégeant ensuite ces estimations, elle obtient une évaluation du degré global de transmission à l'inflation fondamentale (mesurée par l'indice de référence, l'IPCX), et à l'inflation globale (mesurée par l'IPC global). Selon cette méthode, au deuxième trimestre de 2015, la dépréciation du dollar canadien aurait fait progresser l'inflation fondamentale et l'inflation globale respectivement d'environ 0,4 et 0,7 point de pourcentage (**Graphique 1-A**). Le degré plus élevé de transmission à l'inflation globale tient à l'effet plus prononcé des variations de change sur les composantes à forte intensité de produits de base, lesquelles sont exclues de l'IPCX. Toujours selon cette méthode, l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur l'inflation fondamentale et sur l'inflation globale devrait culminer à 0,5 et 0,8 point de pourcentage respectivement au troisième trimestre de 2015 et s'estomper graduellement d'ici la fin de 2016. Globalement, les prix à la consommation au Canada devraient atteindre, d'ici la fin de 2015, un niveau supérieur de 1,5 % à celui qu'ils auraient affiché en l'absence de cette dépréciation (**Graphique 1-B**).

Ces estimations sont à peu près conformes à celles provenant d'autres sources. Par exemple, l'inflation mesurée par l'IPCX a progressé de près d'un point de pourcentage depuis le début de 2013, et la totalité de cette hausse peut être attribuable au renchérissement des biens intégrés à cet indice (**Graphique 1-C**). Une fois retranchées l'envolée des prix de la viande (0,2 point de pourcentage) et l'atténuation

Graphique 1-A : **Incidence des mouvements passés du taux de change sur l'inflation mesurée par l'IPCX et par l'IPC global**

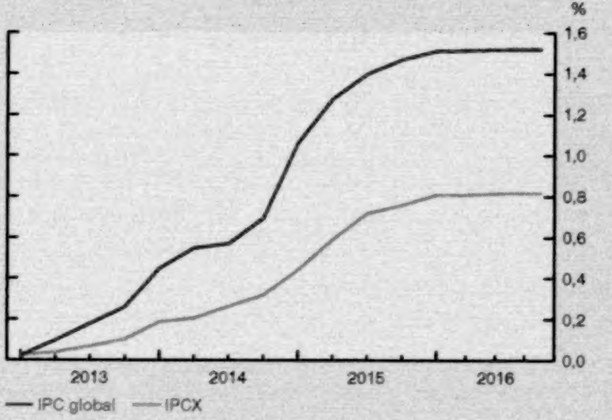
Variation en points de pourcentage en glissement annuel



Source : calculs de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2016T4

Graphique 1-B : **Incidence des mouvements passés du taux de change sur l'IPCX et sur l'IPC global**

Variation en pourcentage du niveau des prix



Source : calculs de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2016T4

(suite à la page suivante)

Encadré 1 *(suite)*

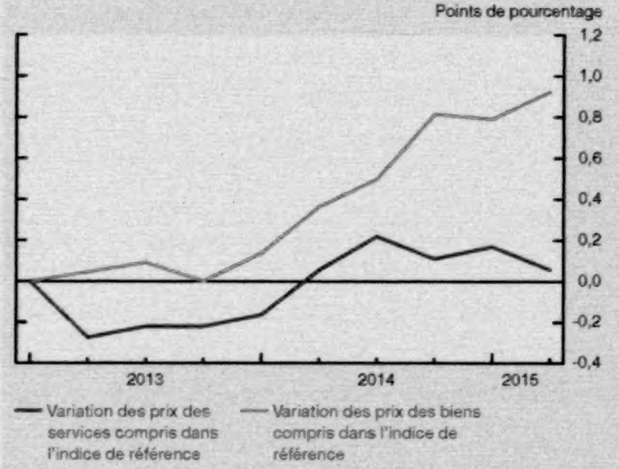
du frein exercé par la vive concurrence dans le commerce de détail (0,3 point de pourcentage), il reste environ 0,5 point de pourcentage qui peut s'expliquer par la transmission des variations de change. Pour leur part, les prix des services intégrés à l'indice de référence ont connu une évolution plus modérée qui cadre avec l'absence de répercussion des variations de change sur les prix des services produits au Canada, ainsi qu'avec la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie canadienne.

La comparaison des taux d'inflation des biens à forte teneur en importations produits au Canada avec ceux des mêmes biens produits aux États-Unis donne aussi à penser que le phénomène de transmission des mouvements du taux de change y est pour beaucoup dans la vigueur récente affichée par l'inflation fondamentale. Les prix d'une grande quantité de biens augmentent actuellement à un rythme nettement plus rapide au Canada qu'aux États-Unis, en particulier du côté des biens durables tels les meubles et les électroménagers. L'estimation du degré de transmission des variations de change (approximativement 0,7 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPCX au deuxième trimestre de 2015) est légèrement plus élevée si elle est obtenue par l'agrégation de ces écarts d'inflation Canada-États-Unis plutôt que par d'autres méthodes (**Graphique 1-D**). Il convient cependant de noter que la transmission à l'inflation au Canada est vraisemblablement surestimée dans cette comparaison, étant donné l'effet modérateur sur la progression des prix exercé aux États-Unis par le mouvement récent et généralisé d'appréciation du billet vert, ainsi que par l'offre excédentaire, qui y est plus importante qu'au pays.

Au vu de l'incertitude entourant le degré et la vitesse de transmission des variations du taux de change à l'inflation, la Banque estime globalement que la dépréciation du dollar canadien ajoute en ce moment de 0,4 à 0,6 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPCX et de 0,7 à 0,9 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global. Il ressort également de notre analyse que le degré de transmission à d'autres mesures de l'inflation fondamentale telles que l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, l'IPCP et MOYET serait du même ordre de grandeur que dans le cas de l'IPCX. Par contraste, la composante commune et la médiane pondérée se révèlent moins sensibles à ce phénomène de transmission, et n'auraient augmenté que de 0,1 à 0,2 point de pourcentage.

Graphique 1-C : Contributions à la progression de l'IPCX depuis le premier trimestre de 2013

Variation en points de pourcentage en glissement annuel



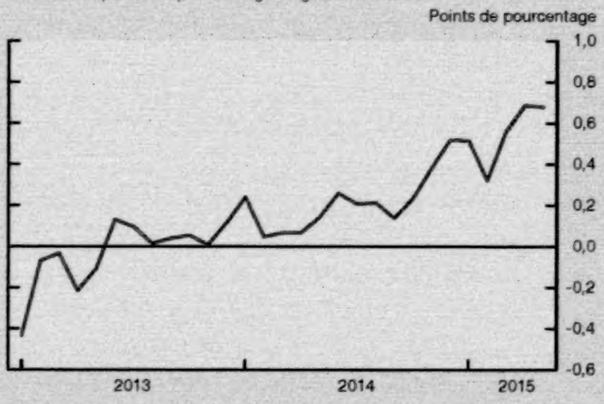
Nota : La moyenne d'avril et de mai a été employée comme valeur pour le deuxième trimestre de 2015.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T2

Graphique 1-D : Estimation, à partir de l'écart d'inflation Canada-États-Unis, du degré de transmission à l'inflation mesurée par l'IPCX

Variation en points de pourcentage en glissement annuel



Nota : Un facteur de pondération déterminé par le poids des composantes canadiennes de l'IPCX est appliqué à l'écart d'inflation. Les biens à teneur élevée en importations dont les prix ont été retenus pour construire ce graphique représentent 63 % des biens compris dans le panier de l'IPCX.

Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2015

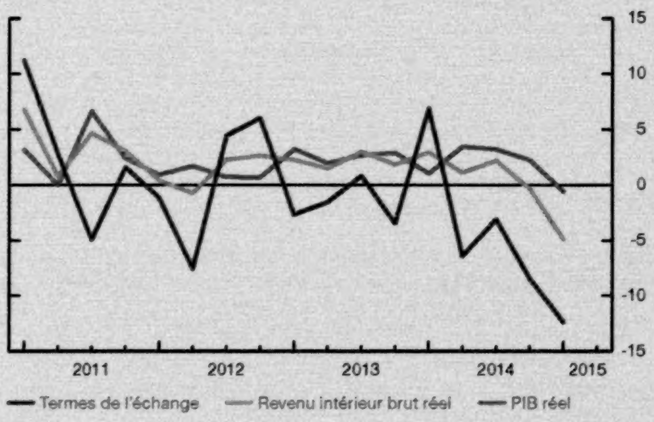
Les cours faibles des produits de base ont pesé lourdement sur l'économie au premier semestre de 2015

La chute des prix du pétrole enregistrée depuis le milieu de l'année dernière a eu un effet immédiat et considérable sur les termes de l'échange et le revenu intérieur brut (RIB) réel du Canada et, subséquemment, sur l'activité économique réelle au premier semestre de 2015 (**Graphique 16**). Autour du tiers de la hausse des revenus associée à l'augmentation des cours des produits de base depuis le début de 2002 a été annulé. Des diverses composantes du revenu, les bénéfices des sociétés ont absorbé le gros du choc jusqu'à maintenant, ceux-ci ayant baissé de presque 15 % depuis le troisième trimestre de 2014.

L'évolution du secteur des ressources — la première trajectoire de croissance — a représenté la principale source de faiblesse au premier semestre de l'année, bien qu'un vacillement temporaire de l'activité aux États-Unis ait aussi ralenti la croissance. Les investissements des entreprises ont dégringolé de 16 % au premier trimestre et sont le facteur le plus important ayant contribué au recul de 0,6 % du PIB réel (**Graphique 17**). Le repli des investissements des entreprises a été particulièrement prononcé au sein des composantes fortement influencées par le secteur pétrolier et gazier. La Banque est d'avis que l'activité économique s'est encore contractée, d'environ 0,5 %, au deuxième trimestre. Selon les estimations, les investissements totaux des entreprises ont nettement diminué durant le trimestre, l'investissement ayant continué de baisser dans le secteur pétrolier et gazier, comme en témoignent les annonces récentes de l'industrie. Les exportations semblent avoir fléchi également, la faiblesse persistante des cours des produits de base hors énergie ayant mené certaines firmes à freiner leur production et les exportations de biens hors produits de base ayant perdu de leur élan. En mai, par exemple, les exportations de produits intermédiaires de métal et de machines industrielles (matériel et pièces), deux catégories qui étaient censées tirer la reprise et qui ont connu une forte croissance en 2014, avaient perdu environ 20 % et 5 %, respectivement, depuis le début de l'année.

Graphique 16 : **La chute marquée des cours du pétrole a entraîné une réduction considérable du revenu intérieur brut réel**

Taux de variation trimestriel annualisé, données trimestrielles

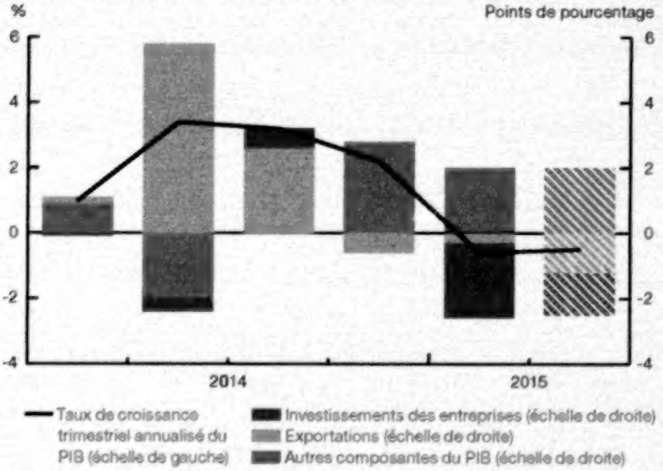


Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2015T1

Graphique 17 : **On estime que le PIB réel se serait légèrement contracté au premier semestre de l'année**

Contribution à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2015T2

L'activité dans les secteurs hors ressources — la seconde trajectoire de croissance — a été plus solide. La croissance de la consommation devrait s'être accélérée au deuxième trimestre. Plus particulièrement, les ventes de véhicules automobiles ont nettement rebondi après avoir enregistré une baisse au début de l'année en raison de conditions météorologiques défavorables. Au regard de ces deux trajectoires, on estime que le PIB réel des secteurs hors ressources a continué de progresser à un rythme modéré et que celui du secteur des ressources a décliné (**Graphique 18**).

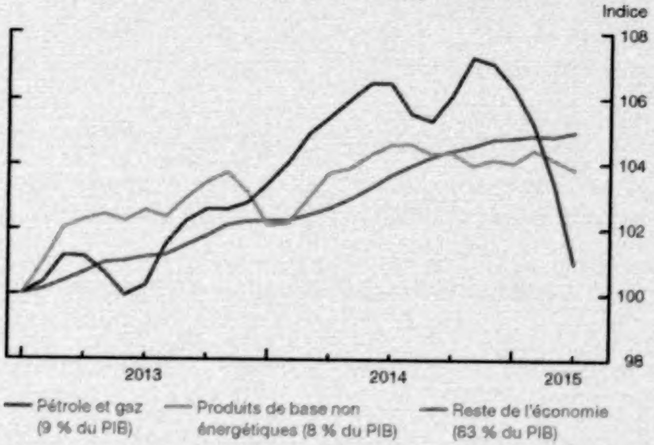
Les ajustements au fléchissement des cours des produits de base se déroulent différemment selon les régions. Dans l'ensemble, les dépenses des ménages se sont maintenues, en partie parce que le revenu global des ménages a continué de croître, en dépit d'une contraction du RIB réel. Alors que dans le secteur de l'extraction minière, pétrolière et gazière, les revenus tirés des salaires ont diminué de presque 3 % depuis le troisième trimestre de 2014, dans les autres secteurs, ils ont augmenté à une cadence comparable à celle enregistrée avant la chute des cours du pétrole. Dans les provinces productrices de pétrole, les ménages ont commencé à comprimer leurs dépenses. Les activités de revente de maisons et de vente de véhicules automobiles neufs dans ces provinces ont reculé de plus de 15 % depuis novembre dernier, contrairement à ce que l'on constate à l'échelle du pays, où des hausses modestes ont été observées (**Tableau 4**).

L'écart de production s'est considérablement creusé

Les deux mesures de l'écart de production utilisées par la Banque indiquent que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne s'est accrue de quelque 1 point de pourcentage au cours du premier semestre de 2015. Selon les estimations, la mesure statistique

Graphique 18 : **L'évolution de la production suit des trajectoires différentes selon les industries**

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013



Nota : L'industrie pétrolière et gazière est composée des secteurs suivants : extraction, activités de soutien et travaux de génie. Les industries liées aux produits de base non énergétiques comprennent notamment : l'agriculture, la foresterie, la pêche et la chasse, l'extraction minière et l'exploitation en carrière, la fabrication de produits en bois, la fabrication de produits minéraux non métalliques, la première transformation des métaux, la fabrication de produits métalliques, la fabrication du papier, la fabrication de produits chimiques et la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique. Nous avons choisi d'exclure de ce calcul les secteurs de la fabrication d'aliments et de l'impression, puisqu'ils concernent des biens de consommation.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : avril 2015

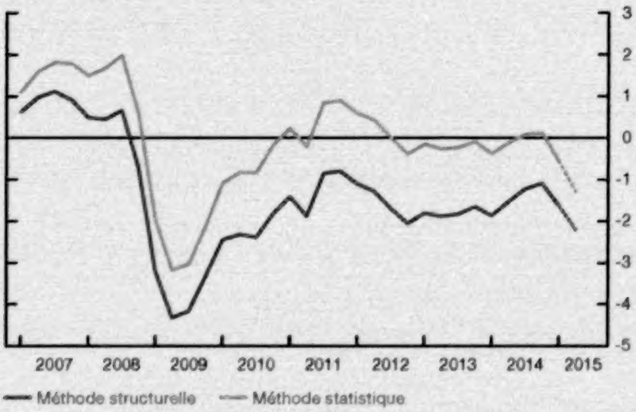
Tableau 4 : **Variation des indicateurs économiques depuis novembre 2014**

		Canada	Régions où le secteur de l'énergie est fortement présent[a]	Reste du Canada
Emploi (Enquête sur la population active)[b]	Taux de variation	0,5	0,3	0,5
Taux de chômage[b]	Variation en points de pourcentage	0,1	1,3	-0,2
Prestataires d'assurance-emploi[c]	Taux de variation	2,0	24,7	-1,8
Ventes au détail (nominales)[c]	Taux de variation	-0,9	-3,8	-0,2
Ventes d'automobiles[d]	Taux de variation	1,0	-18,2	5,7
Reventes de logements[d]	Taux de variation	4,4	-16,0	9,0
Mises en chantier[b]	Taux de variation	5,9	3,3	6,8
Ventes en gros (nominales)[c]	Taux de variation	2,9	-1,9	4,0

a. Alberta, Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador
b. Plus récentes données : juin 2015
c. Plus récentes données : avril 2015
d. Plus récentes données : mai 2015

Graphique 19 : La marge de capacités excédentaires s'est accrue considérablement au premier semestre de 2015

Écart en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle



Nota : Pour le deuxième trimestre de 2015, la valeur estimée de l'écart se fonde sur une contraction de la production de 0,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre. Pour les définitions des séries utilisées, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2015T2

s'est accentuée pour s'établir à -1,3 % au deuxième trimestre, tandis que la mesure structurelle laisse croire que la marge de capacités excédentaires se situait à 2,2 % (**Graphique 19**)[3].

Le marché du travail subit un ajustement important à la suite du choc des prix du pétrole. Même si le taux de chômage national s'est maintenu à 6,8 % au cours des derniers mois, celui des provinces productrices de pétrole a sensiblement augmenté (**Tableau 4**), et d'autres pertes d'emplois sont à prévoir dans le secteur pétrolier et les secteurs connexes. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet été, le nombre de répondants faisant état de pénuries de main-d'œuvre a diminué. En outre, l'indicateur de la gravité des pénuries de main-d'œuvre de l'enquête est à son plus bas niveau depuis le deuxième trimestre de 2010. En raison de la baisse de l'emploi dans les provinces productrices de pétrole, les migrations et les déplacements interprovinciaux ont aussi diminué par rapport aux niveaux élevés récemment atteints. Par conséquent, l'offre de travail s'est accrue ailleurs au pays et le nombre d'entreprises signalant des pénuries de travailleurs qualifiés a diminué dans certaines provinces. Ces évolutions cadrent avec la marge notable de ressources inutilisées observée à l'heure actuelle sur le marché du travail.

Dans ce contexte, les conditions globales du marché du travail se sont assez bien maintenues. L'indicateur du marché du travail de la Banque a légèrement reculé, ce qui tient à l'amélioration d'un éventail de variables, notamment le chômage à long terme, le taux d'activité de la population dans la force de l'âge et la croissance des salaires (**Graphique 20**).

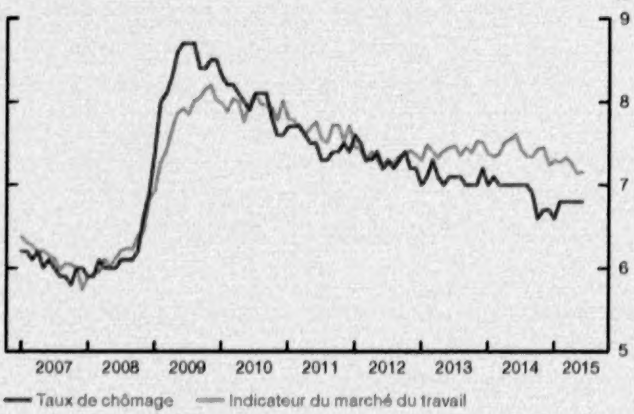
---

[3] Conjuguée à de modestes révisions à la baisse de l'activité économique en 2014, l'activité atone du premier semestre laisse supposer que le niveau estimatif de la production au deuxième trimestre était de 0,9 % inférieur à ce qui était anticipé en avril.

Parallèlement, des pressions sur la capacité physique semblent s'accumuler dans certaines régions et certains secteurs, comme on peut s'y attendre à ce stade d'une reprise suivant une récession destructrice[4]. De l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet été, il ressort qu'un plus grand nombre de firmes ont presque atteint les limites de leur capacité de production, 47 % des répondants indiquant qu'ils auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à faire face à une hausse inattendue de la demande (**Graphique 21**). Les entreprises désignent le plus souvent les limites liées à la

Graphique 20 : Les conditions sur le marché du travail se sont assez bien maintenues

Données mensuelles

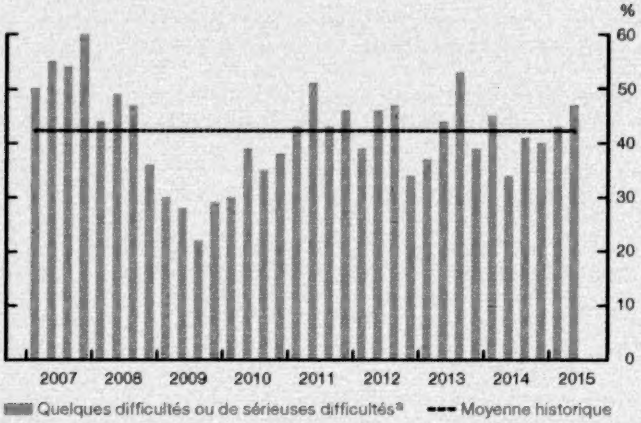


Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : juin 2015

Graphique 21 : Des pressions sur la capacité physique semblent s'accumuler

Données trimestrielles



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2015T2

---

[4] L'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire* (à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/2014/10/rpm-2014-10-22/) décrit les phases de destruction et de reconstitution de la capacité physique observées durant et après une récession dévastatrice.

capacité physique comme le principal obstacle à l'augmentation de la production. À terme, les pressions accrues sur la capacité de production devraient être à l'origine d'un renforcement des investissements des entreprises.

Globalement, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires s'est élargie au deuxième trimestre, pour se situer entre 1 1/4 et 2 1/4 %[5].

Les conditions financières demeurent fortement expansionnistes

Les conditions financières restent plus expansionnistes qu'avant la réduction du taux cible du financement à un jour opérée en janvier et soutiennent l'activité économique.

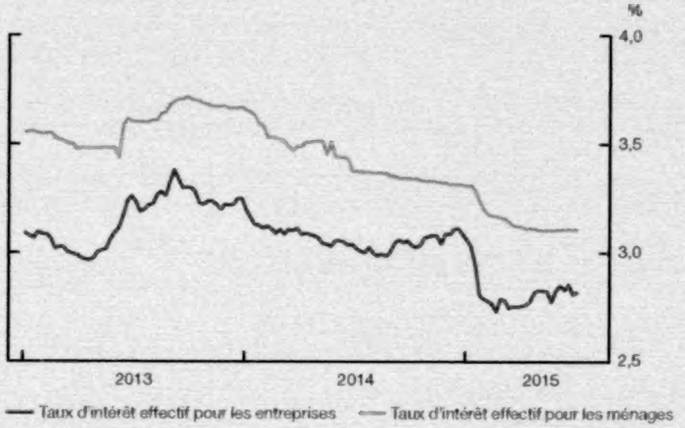
Le rendement des obligations du gouvernement du Canada à courte et à moyenne échéance est demeuré relativement bas et stable. Le rendement des obligations échéant à long terme s'est toutefois inscrit en hausse, tout comme les taux à l'échelle mondiale. Les taux d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises ont néanmoins continué d'avoisiner leurs creux historiques (**Graphique 22**).

Dans l'ensemble, les conditions du crédit demeurent très favorables à l'activité économique. Les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit portent à croire que les conditions d'octroi de prêts aux sociétés sont restées pratiquement inchangées au deuxième trimestre de 2015, les modalités tarifaires et non tarifaires étant demeurées à peu près les mêmes qu'au premier trimestre. Quant à eux, les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ont fait état, au deuxième trimestre, d'un assouplissement net des modalités de financement, et ce, pour un sixième trimestre consécutif.

Dans ce contexte où les conditions financières sont avantageuses, la croissance du crédit aux entreprises s'est accélérée au cours des derniers mois. Depuis la fin de 2014, le taux de croissance du crédit aux ménages est demeuré près de 5 %, soit un niveau légèrement supérieur au rythme de progression du revenu disponible.

Graphique 22 : **Les taux d'emprunt des ménages et des entreprises continuent de toucher ou d'avoisiner des creux historiques**

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, voir Statistiques>Conditions du crédit>Conditions financières dans le site Web de la Banque du Canada.
Source : Banque du Canada Dernière observation : 10 juillet 2015

---

[5] La projection est établie autour d'un écart de production de -1,7 % postulé pour le deuxième trimestre de 2015, comparativement à l'hypothèse d'un écart de -1,0 % pour le premier trimestre formulée en avril.

Plusieurs facteurs laissent entrevoir une reprise de la croissance au troisième trimestre, suivie d'un renforcement

La Banque s'attend à ce qu'au troisième trimestre, la trajectoire de croissance hors ressources commence à être prédominante et à ce que l'économie progresse d'environ 1 1/2 %. La consommation devrait s'accélérer, le revenu disponible des ménages étant stimulé par le versement rétroactif de prestations fédérales aux familles avec enfants. Il importe de souligner que les exportations devraient renouer avec une croissance solide, à la faveur de l'amélioration continue de la demande américaine et d'un rebond des exportations de produits automobiles survenant à la suite de fermetures temporaires à des fins de réoutillage au début de l'année. Toutefois, les investissements des entreprises exerceront encore un effet modérateur, le secteur de l'énergie continuant de s'ajuster aux bas prix du pétrole.

De nombreux indicateurs laissent entrevoir un retour de la croissance au troisième trimestre. À l'extérieur des provinces productrices de pétrole, la confiance des consommateurs demeure élevée, et les marchés du travail continuent de s'améliorer. Les gains au chapitre de l'emploi dans les secteurs hors ressources se chiffrent en moyenne à près de 20 000 nouveaux postes par mois depuis le début de l'année. Selon les enquêtes récentes, l'activité manufacturière se serait redressée, les entreprises évoquant un raffermissement de la demande étrangère. De plus, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises donnent à penser que les pressions sur la capacité de production des fabricants s'intensifient, bon nombre de firmes prévoyant investir et embaucher davantage en réponse aux contraintes de capacité. Ces observations sont étayées par des données selon lesquelles les entreprises manufacturières ont accru leurs emprunts, ce qui pourrait être le signe précurseur d'une expansion de la capacité.

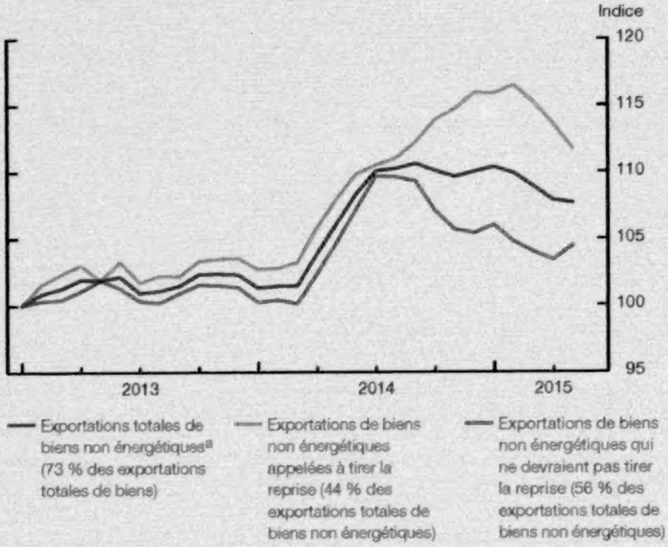
À partir du quatrième trimestre de cette année, le taux d'augmentation du PIB réel devrait dépasser celui de la production potentielle, les secteurs hors ressources gagnant en vigueur et l'incidence négative du choc des prix du pétrole sur la croissance se dissipant. Aux solides dépenses des ménages s'ajoutera une reprise continue des exportations hors énergie et des investissements dans le secteur non énergétique. La création d'entreprises, qui se situe maintenant à un niveau supérieur à sa moyenne de l'après-crise, est l'un des signes importants que la succession naturelle de certains facteurs — hausse de la demande étrangère, des exportations, de la confiance, des investissements et de l'emploi — se confirme. Notamment, la croissance en glissement annuel du nombre d'entreprises manufacturières est devenue positive au premier trimestre de 2015 pour la première fois depuis 2008.

Les exportations devraient regagner en vigueur à mesure que se raffermira la demande intérieure privée aux États-Unis

Abstraction faite de la volatilité affichée d'un mois à l'autre, les exportations d'énergie continuent de croître. Par contre, les exportations de biens non énergétiques ont perdu de leur élan, ce qui tient en partie à un affaiblissement de la demande étrangère et à une réduction de l'offre en réaction au niveau peu élevé des cours des produits de base (**Graphique 23**). Le recul des exportations semble plus important que ne peuvent l'expliquer ces seuls facteurs. Dans son scénario de référence, la Banque postule que cette faiblesse

Graphique 23 : Les exportations de biens non énergétiques ont perdu de leur élan

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013



a. À l'exclusion des autres ajustements de la balance des paiements et opérations spéciales

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : mai 2015

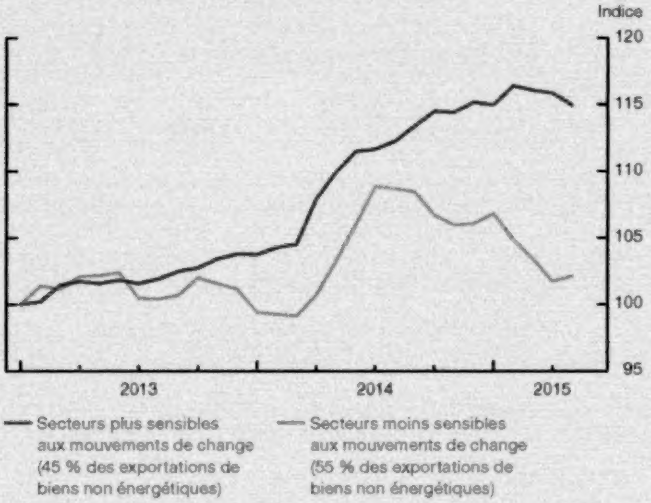
inexpliquée est temporaire et que la relation entre les exportations et l'activité étrangère se rétablira dans les prochains trimestres. Comme par le passé, néanmoins, la projection de la Banque concernant les exportations est prudente et tient compte de la tenue décevante du secteur ces dernières années.

Plus précisément, la Banque prévoit que les exportations regagneront en vigueur au second semestre de l'année, sous l'impulsion du raffermissement de la demande intérieure privée aux États-Unis, de la remise en fonction de certaines installations de production d'énergie et de l'ajout de capacités additionnelles, ainsi que du redressement de la croissance de la demande mondiale. De plus, la dépréciation passée du dollar canadien a eu pour effet d'améliorer la compétitivité des producteurs canadiens. Si l'ampleur des avantages de la baisse du dollar et le moment où ceux-ci se concrétisent varieront d'un exportateur à l'autre, les catégories d'exportations qui par le passé se sont avérées plus sensibles aux mouvements du taux de change affichent déjà une activité plus forte que les autres catégories (**Graphique 24**). C'est le cas notamment des matériaux de construction et d'emballage, des meubles et articles d'ameublement, des vêtements et produits du textile, ainsi que des grands véhicules automobiles (camions lourds, autobus, etc.). Les exportations de services, qui représentent environ 15 % du total des exportations et bénéficient du niveau plus bas du dollar canadien, se sont accélérées, leur taux de croissance en glissement annuel passant d'approximativement 1 % au début de 2013 à quelque 3 % ces derniers trimestres. L'accélération a été particulièrement prononcée dans le cas des exportations de services de voyage.

La projection de la Banque relative aux exportations est confortée par les résultats de l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises : selon de nombreuses firmes, en particulier dans le secteur manufacturier, le renforcement des perspectives de croissance aux États-Unis s'est traduit par une amélioration des perspectives de vente. En outre, certains exportateurs

Graphique 24 : Les secteurs d'exportation plus sensibles aux mouvements du taux de change affichent encore une activité plus forte

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013



Nota : Pour en savoir plus, voir A. Binette, D. de Munnik et É. Gouin-Bonenfant, *Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects*, document d'analyse nº 2014-1, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : mai 2015

ont fait état d'une incidence positive de la baisse du dollar canadien sur les volumes de ventes. Les résultats du sondage sur l'indice de confiance commerciale mené au printemps 2015 par Exportation et développement Canada tendent à confirmer que les effets positifs de la faiblesse du dollar sur les exportateurs canadiens deviennent plus manifestes.

Après une vive contraction cette année, les investissements des entreprises devraient se redresser à la faveur d'un renforcement de la demande et d'un regain de confiance

La projection de la Banque en ce qui a trait à la croissance des investissements au cours des prochains trimestres a été revue à la baisse, en raison de l'évolution de la trajectoire du secteur des ressources. Compte tenu des projets de dépenses en immobilisations annoncés par l'industrie, la Banque s'attend maintenant à ce que les investissements dans le secteur pétrolier et gazier se contractent de près de 40 % cette année, au lieu d'environ 30 % selon une estimation précédente. Il ressort de discussions tenues avec des entreprises du secteur de l'énergie que cette révision rend compte principalement d'une diminution des attentes quant à la trajectoire future des prix du pétrole. Les perspectives relatives aux investissements dans ce secteur restent très incertaines, surtout dans le cas des projets de grande envergure assortis d'horizons à long terme, étant donné la difficulté qu'il y a à prédire les rendements et les risques associés aux prévisions concernant les cours du pétrole. La baisse des investissements dans le secteur pétrolier et gazier aura aussi pour conséquence de limiter la demande d'investissements dans les industries liées au secteur de l'énergie. De plus, le fléchissement de la demande étrangère et les faibles prix des produits de base incitent les entreprises des secteurs des matières premières non énergétiques à retarder davantage leurs dépenses d'investissement ou à les réduire.

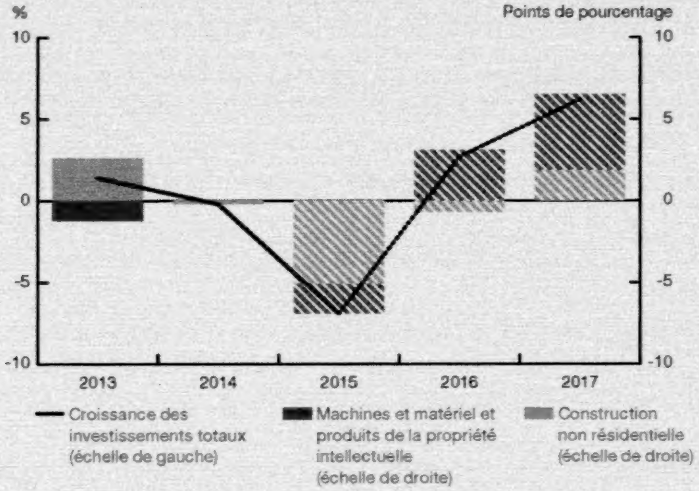
La croissance des investissements des entreprises des secteurs non énergétiques sera vraisemblablement modérée à court terme, en raison de l'incertitude persistante quant à la résilience de la demande, d'une certaine marge résiduelle de capacités excédentaires dans quelques secteurs manufacturiers et de l'évolution de l'extraction des matières premières et des industries connexes. Les résultats de l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises portent à croire que les firmes attendent encore des signes d'un redressement soutenu de la demande avant d'accroître leurs investissements. Selon les répondants, les préoccupations au sujet de la demande tant intérieure qu'étrangère restent le facteur le plus important bridant leurs investissements.

Les conditions financières continuent de favoriser les dépenses d'investissement, bien que la baisse du dollar canadien ait fait grimper le coût des machines et du matériel importés. Parallèlement, la dépréciation du dollar qui a accompagné le repli des cours des produits de base a eu des effets contrastés sur les marges et les flux de trésorerie des entreprises. Pour de nombreux exportateurs, la baisse du taux de change a gonflé les marges et les flux de trésorerie exprimés en dollars canadiens, qui ont fourni une source de fonds susceptible de permettre une augmentation des dépenses d'investissement. À l'inverse, pour les entreprises intérieures dont les processus de production se caractérisent par une teneur en importations relativement plus élevée, le coût accru en dollars canadiens des importations comprime potentiellement les marges et les flux de trésorerie.

Dans l'ensemble, à mesure que la croissance de la demande américaine deviendra plus durable et que les exportations hors énergie regagneront en vigueur, la confiance des entreprises se renforcera probablement et la séquence naturelle s'imposera à nouveau. Un redressement de la croissance des investissements des entreprises devrait s'ensuivre, les firmes cherchant à accroître leur capacité afin de répondre à l'intensification de la demande intérieure et étrangère. Dans cette séquence, les investissements en machines et matériel devraient représenter la principale source de croissance des dépenses des entreprises, à la faveur d'une demande robuste dans le secteur manufacturier et de conditions de financement avantageuses (**Graphique 25**).

Graphique 25 : Les investissements des entreprises devraient reprendre

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Les dépenses des ménages devraient progresser au même rythme que le revenu disponible

Les dépenses des ménages devraient continuer de progresser à un rythme modéré durant la période de projection. Des divergences régionales se manifestent, les entreprises du secteur de l'énergie ajustant encore leurs effectifs face aux prix plus faibles du pétrole. La réduction de l'emploi dans les provinces productrices de pétrole pèsera sur les revenus, la consommation et l'activité du logement dans ces régions (**Tableau 4**). La Banque s'attend à ce que, une fois l'ajustement à la baisse de la production et de l'emploi dans le secteur pétrolier terminé, les écarts de taux de croissance s'amenuiseront entre les régions.

Au passage de 2016, l'amélioration des conditions du marché du travail favorisera les dépenses de consommation, cette dernière étant appelée à croître à peu près au même rythme que le revenu disponible. En conséquence, le taux d'épargne devrait demeurer relativement stable, à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise.

L'activité dans le secteur du logement varie selon les provinces (**Tableau 4**)[6]. La construction neuve et l'activité de revente sont très fortes en Colombie-Britannique et en Ontario, mais elles demeurent basses au Québec et dans les provinces de l'Atlantique. Le dynamisme observé en Colombie-Britannique et en Ontario semble refléter la demande locale, stimulée par des taux d'intérêt historiquement bas, ainsi que la demande des investisseurs étrangers et des nouveaux immigrants. Par contre, la faiblesse du secteur des ressources se répercute sur l'activité du logement dans les provinces des Prairies, où l'activité de revente s'est repliée de façon marquée ces six derniers mois et où la construction neuve a également commencé à ralentir. À court terme, la réorientation de la migration interprovinciale en réponse au choc des prix du pétrole pourrait renforcer une partie de la divergence récente de l'activité du logement entre les provinces. La Banque s'attend encore à une évolution constructive du marché de l'habitation, et prévoit que l'activité dans le secteur se modérera en 2015 avant de se stabiliser au cours de 2016 et de 2017, l'économie se raffermissant et les taux d'emprunt des ménages amorçant un retour à la normale.

L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable au premier semestre de 2017

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection, les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change compensant en grande partie les pressions à la baisse issues de l'offre excédentaire (**Graphique 26**). En supposant que le cours du dollar canadien s'établira à 80 cents américains, la Banque estime que les effets de la transmission des variations du taux de change culmineront entre 0,4 et 0,6 point de pourcentage au troisième trimestre de 2015, avant de s'estomper graduellement d'ici la fin de 2016.

La trajectoire prévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence est essentiellement la même que celle présentée en avril, les pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation liées à un écart de production plus large étant en bonne partie contrebalancées par une révision à la hausse de l'incidence estimative de la transmission des variations du taux de change.

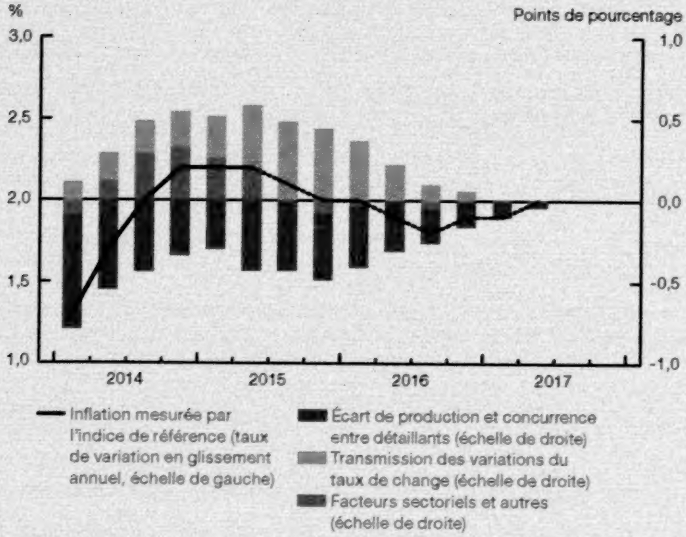
---

[6] Pour une analyse plus détaillée des divergences régionales au chapitre de l'activité dans le secteur du logement, voir la livraison de juin 2015 de la *Revue du système financier* de la Banque, consultable dans le site de l'institution à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/2015/06/rsf-juin-2015.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester au-dessous de 2 % jusqu'au début de 2016, en raison de la faible hausse en glissement annuel du prix de l'essence. Par la suite, le taux d'accroissement de l'IPC global rejoindra celui de l'indice de référence et évoluera de pair avec lui. Une fois que l'économie atteindra son plein potentiel au premier semestre de 2017 et s'y stabilisera, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence demeurera à 2 % de façon durable (**Graphique 27**).

Graphique 26 : L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 %

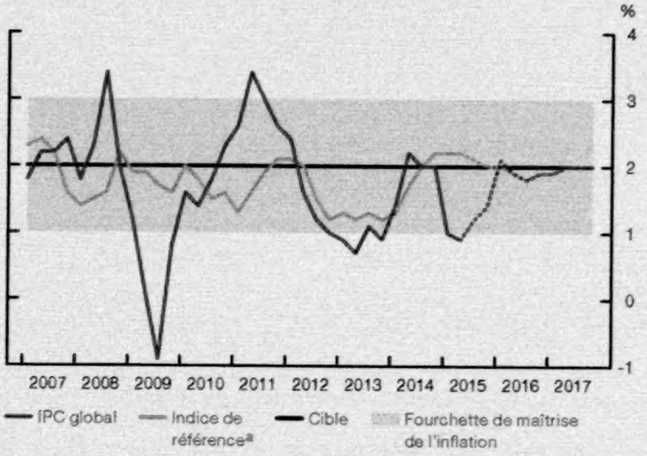
Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 27 : L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable au cours du premier semestre de 2017

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

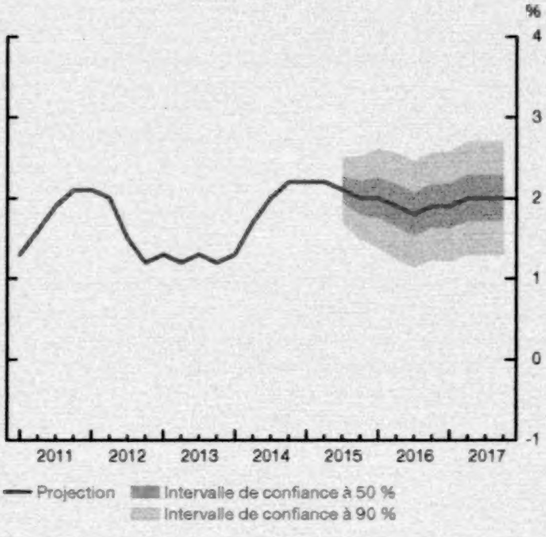
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Les attentes d'inflation à moyen terme restent bien ancrées à 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en juin font état pour 2016 du même taux d'augmentation de l'IPC global qu'en avril, soit de 2,1 %. Le taux prévu pour 2015 est de 1,1 %, niveau qui avoisine ceux enregistrés récemment. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet été, la quasi-totalité des firmes prévoient qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation mesurée par l'IPC global s'établira à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Le fait qu'environ les deux tiers des répondants soient d'avis que l'inflation mesurée par l'IPC global se situera dans la moitié inférieure de la fourchette reflète l'évolution des prix de l'énergie. En effet, de nombreuses entreprises ont cité les cours plus faibles du pétrole comme le principal déterminant de leurs attentes d'inflation.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 28** et **Graphique 29**)[7].

Graphique 28 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

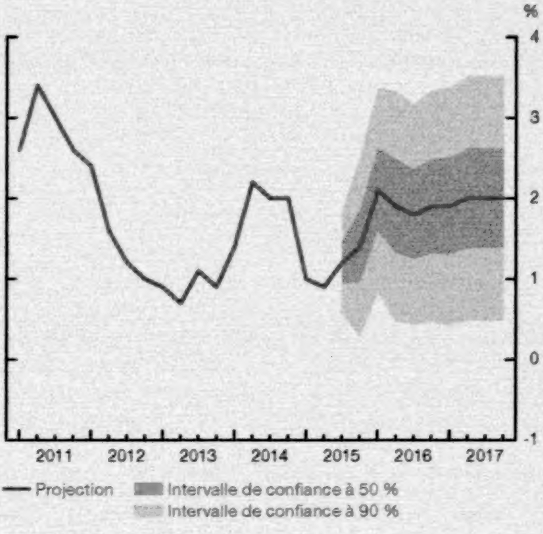
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 29 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

---

[7] Ces graphiques reflètent les erreurs qui entachent les projections pour la période allant jusqu'à huit trimestres à compter du trimestre en cours. Ces erreurs sont fondées sur les projections d'inflation des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire* et de ses mises à jour, et sont calculées à partir des données trimestrielles de la période allant du premier trimestre de 2003 au deuxième trimestre de 2014.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) Diminution plus prononcée de l'investissement dans le secteur pétrolier et gazier

En s'appuyant largement sur les projets de dépenses en immobilisations annoncés par l'industrie, la Banque prévoit une réduction substantielle des investissements dans le secteur pétrolier et gazier en 2015. Cependant, une incertitude considérable demeure quant à la trajectoire future des cours du pétrole et à l'évolution des intentions d'investissement des entreprises, qui s'emploient à adapter leurs modèles d'activité à un contexte caractérisé par la faiblesse des prix. En particulier, si les prix se maintiennent à leur bas niveau actuel pendant une longue période ou diminuent davantage, les entreprises pourraient à nouveau revoir à la baisse leurs projets de dépenses.

2) Niveau plus bas des exportations hors énergie du Canada

Après un redressement généralisé en 2014, les exportations de biens non énergétiques ont chuté depuis le début de l'année, certaines catégories d'exportations censées tirer la reprise n'ayant pas retrouvé l'élan escompté. Il se peut que la tenue décevante de ces catégories tienne simplement à la volatilité des données et au fait que les effets de la dépréciation passée du dollar canadien par rapport à la devise américaine sont plus lents à se manifester. Toutefois, elle pourrait aussi indiquer que des défis plus fondamentaux au chapitre de la compétitivité sont à l'œuvre. Par exemple, il est possible que la compétitivité des firmes canadiennes sur le marché des États-Unis ne se soit pas améliorée par rapport à celle d'exportateurs d'autres pays, comme le Mexique ou les pays de la zone euro, dont la monnaie a également reculé par rapport au dollar américain. Il se pourrait également que les entreprises réagissent à la hausse de la demande étrangère en augmentant leurs capacités de production extraterritoriales.

En outre, un ralentissement plus prononcé que prévu de l'économie de la Chine, et les retombées concomitantes sur les partenaires commerciaux de ce pays, se ferait sentir au Canada non seulement par des répercussions sur la demande d'exportations canadiennes, mais aussi par des pressions à la baisse qui s'exerceraient sur les prix des produits de base.

Un niveau plus bas des exportations ainsi que des prix plus faibles des produits de base auraient aussi des implications négatives pour les investissements des entreprises.

3) Déséquilibres dans le secteur canadien des ménages

L'activité dans le secteur du logement a connu une croissance plus forte qu'anticipé au premier trimestre de 2015, en particulier dans les régions du Grand Toronto et de Vancouver, et des indicateurs récents semblent refléter un dynamisme soutenu. La vigueur persistante du logement stimulerait l'activité économique à court terme, mais, par ailleurs, exacerberait davantage les déséquilibres existants dans le secteur des ménages, accroissant ainsi la probabilité et la gravité potentielle d'une correction à plus long terme. De plus, la vulnérabilité liée à l'endettement des ménages demeure importante et devrait s'accentuer légèrement à court terme, en raison de l'incidence défavorable exercée actuellement sur les revenus par le recul prononcé des prix du pétrole et du fait de l'augmentation prévue du niveau de la dette des ménages. Bien que le scénario le plus probable soit celui d'une résorption graduelle de ces déséquilibres à la faveur d'un raffermissement de la reprise, une correction désordonnée, si elle se matérialisait, pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur l'économie.

4) Demande privée plus vigoureuse aux États-Unis

Une demande intérieure privée plus vigoureuse qu'escompté aux États-Unis constitue un important risque à la hausse touchant l'inflation au Canada. Le marché américain du travail s'est nettement amélioré au cours des douze derniers mois. Conjuguée aux hauts niveaux de confiance des consommateurs et à l'élan imprimé par les prix plus faibles du pétrole, cette évolution pourrait engendrer une accélération des dépenses des ménages. Cette demande accrue inciterait les entreprises à augmenter l'embauche et l'investissement, enclenchant ainsi un cercle vertueux de hausse de la demande intérieure privée américaine. L'activité robuste aux États-Unis aurait des retombées positives sur la croissance dans le reste du monde : elle soutiendrait la reprise dans la zone euro et stimulerait en général la confiance à l'échelle du globe ainsi que la demande d'exportations canadiennes hors énergie.